

DARIUSZ URBAN

durban@uni.lodz.pl

*Hamulec czy dopalacz? Państwowy fundusz majątkowy w roli  
czynnika dynamizującego zmiany rentowności kapitału i aktywów  
w spółce giełdowej*

---

The Brake or the Turbocharger? Sovereign Wealth Funds as a Factor Determining Dynamic Changes of  
Profitability of Capital and Assets in the Listed Company

**Słowa kluczowe:** państwowe fundusze majątkowe, inwestor instytucjonalny, rentowność

**Keywords:** sovereign wealth funds, institutional investor, profitability

**Kod JEL:** C12, F21, G23

## **Wstęp**

Celem artykułu jest dostarczenie argumentów empirycznych do toczącej się w literaturze światowej debaty na temat wpływu państwowych funduszy majątkowych na wyniki finansowe spółek giełdowych, w których podmiot ten jest inwestorem. Opracowanie składa się z czterech części. W pierwszej i drugiej, które służą teoretycznemu zakotwiczeniu badań empirycznych oraz sformułowaniu hipotez badawczych, zostało ukazane zjawisko wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych oraz wpływ państwowego funduszu majątkowego jako inwestora na wyniki finansowe spółek objętych inwestowaniem. Część trzecia została poświęcona opisowi badania, w tym zagadnieniom doboru próby badawczej i charakterystyce wykorzystanych narzędzi oraz zastosowanych procedur badawczych. Czwarta część zawiera wyniki

badań własnych autora, które odniesiono do stanu aktualnej wiedzy na świecie, oraz wskazówki dotyczące potencjalnych kierunków dalszych badań.

## 1. Rola inwestorów instytucjonalnych na rynkach międzynarodowych

Integracja gospodarcza krajów i globalizacja wydają się być głównymi kolorami, za pomocą których można nakreślić pejzaż opisujący najbardziej istotne zmiany, jakie dokonały się w gospodarce globalnej w ostatnich dziesięcioleciach. Obydwa wskazane wyżej czynniki, wsparte postępem technologicznym w zakresie przepływu informacji i danych, wywierały i nadal wywierają istotny oraz niebudzący wątpliwości wpływ na ograniczenie barier w przepływie kapitału między rynkami finansowymi. W efekcie liberalizacji i globalizacji finansowej podmioty gospodarcze z najdalszych zakątków świata zyskały dostęp do strumieni kapitału krążącego w gospodarce globalnej, co w wielu wypadkach wywarło wpływ na zmniejszenie kosztu związanego z pozyskaniem kapitału. Obfitym źródłem w odniesieniu do części tego kapitału, a zarazem czynnikiem inicjującym przemiany na rynkach finansowych, stał się segment inwestorów instytucjonalnych.

Grupa ta składa się z trzech kategorii podmiotów [Çelik, Isaksson, 2014, s. 94]. W pierwszej z nich, określanej mianem tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych, wymieniane są fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz instytucje ubezpieczeniowe. Druga grupa, którą określono mianem alternatywnej, składa się z takich podmiotów, jak fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, fundusze ETF oraz państwowe fundusze majątkowe. W skład ostatniej grupy zaliczani są menedżerowie zarządzający aktywami w imieniu swoich klientów. Autorzy klasyfikacji przekonują, że nie jest to lista zamknięta.

W literaturze przedmiotu wskazywany jest trwały i postępujący wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na globalnych rynkach kapitałowych [Ferreira, Matos, 2008, s. 499; Mizuno, 2010, s. 654]. Są oni powszechnie uważani za cechę charakterystyczną współczesnych rynków kapitałowych i jednocześnie główny katalizator w procesie internacjonalizacji rynków finansowych, głównie z uwagi na olbrzymią wartość aktywów, jakimi dysponują [Ajina, Lakhal, Sougné, 2015, s. 44]. Znaczenie tej grupy inwestorów jest szczególnie istotne nie tylko dla rynków rozwiniętych, lecz również dla tzw. rynków wschodzących [Frenkel, Menkhoff, 2003, s. 4], w przypadku których inwestycje zagraniczne stanowią ważny kanał dopływu kapitału [Chang, Hsiao, Tsai, 2013, s. 99].

Potencjalny kierunek oddziaływania inwestorów instytucjonalnych w kontekście danego rynku giełdowego nie jest jednoznacznie określony [Mukherjee, Roy, 2011, s. 255–257]. W badaniach empirycznych są przytaczane argumenty wskazujące na występowanie pozytywnej zależności pomiędzy udziałem inwestorów instytucjonalnych na danym rynku a rozwojem tego rynku mierzonym kapitalizacją oraz płynnością [Aras, Müslümov, 2005, s. 8]. Ponadto doświadczenia ostatniego

kryzysu finansowego wskazują, że niektórzy spośród inwestorów instytucjonalnych spełnili rolę inwestorów ostatniej instancji, dostarczając kapitału chroniącego przed upadkiem – istotne i ważne z rynkowego punktu widzenia – globalne instytucje finansowe [Urban, 2012a, s. 440], tworząc tym samym nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego [Urban, 2012b, s. 339–352]. Z drugiej strony, z uwagi na takie zjawiska, jak efekt owczego pędu (*herding*) oraz pozytywne sprzężenie zwrotne w zakresie handlu instrumentami finansowymi (*positive feedback trading*) [Choe, Kho, Stulz, 1999, s. 227–264; Kaminsky i in., 2004, s. 113–134], wskazywany jest negatywny wpływ działalności inwestycyjnej tej grupy inwestorów, którego efektem może być oderwanie cen aktywów od wartości fundamentalnych, skutkujące autokorelacją stóp zwrotu oraz większymi wahaniami stóp zwrotu [Bohl, Brzeszczyński, 2005, s. 2]. Ponadto wobec inwestorów instytucjonalnych są formułowane zarzuty o inicjowanie procesu powstawania baniek spekulacyjnych, krótkowzroczność inwestycyjną (*short-termist*) [Della Croce, Stewart, Yermo, 2011, s. 2] czy wręcz przyczynienie się do rozpowszechnienia się ostatniego kryzysu finansowego [Manconi, Massa, Yasuda, 2012, s. 491–518], co podważa dotychczas panujące przekonanie, że inwestorzy ci mogą się zachowywać jak odpowiedzialni akcjonariusze [*Transparency of Institutional Investors...*, 2010].

Niezależnie od występujących w literaturze rozbieżności dotyczących oddziaływania pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a rynkiem finansowym, w licznych opracowaniach autorzy podkreślają, iż na wielu rynkach giełdowych ta grupa inwestorów stanowi dominujący akcjonariat. Skłania to do analizy znaczenia inwestorów instytucjonalnych dla finansowych aspektów działalności spółek.

## **2. Rola inwestora instytucjonalnego w postaci państwowego funduszu majątkowego w kontekście wyników finansowych spółki**

Spośród podmiotów zaliczonych do grupy inwestorów instytucjonalnych szczególnie uwagę badaczy na przestrzeni ostatnich lat przyciągają państwowe fundusze majątkowe. Za jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy wskazuje się wielkość tej kategorii inwestorów. Według najbardziej aktualnych danych aktywa funduszy przekraczają obecnie 7 bln dolarów [*Sovereign Wealth Funds Institute*, 2015], co stanowi sumę większą niż aktywa funduszy hedgingowych i funduszy *private equity* razem. W gruncie rzeczy jednak to nie wielkość tego segmentu rynku i jego wysokie tempo wzrostu są powodem rosnącego zainteresowania, lecz fakt, że te wehikuly inwestycyjne są w całości własnością państw. W licznych przypadkach implikuje to bowiem przypuszczenia o domniemywanych politycznych celach tych inwestorów, innych niż osiągnięcie możliwie najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Mimo że przywoływane są argumenty liczbowe wskazujące, że niektóre fundusze osiągają premię z tytułu alternatywnego inwestowania nadmiernych rezerw walutowych [Urban, 2014, s. 317–325], to jednak nadal w debacie akademickiej nie

została rozstrzygnięta kwestia wpływu tych umocowanych politycznie podmiotów inwestycyjnych na funkcjonowanie przedsiębiorstw, w których są one udziałowcami bądź akcjonariuszami.

Z jednego punktu widzenia, przyjmując założenie, że przedsiębiorstwa państwowe są relatywnie mniej efektywne od swoich prywatnych odpowiedników z uwagi na konieczność zaspokajania także politycznych oczekiwań, można wnioskować, że przedsiębiorstwa z akcjonariuszem w postaci państwowego funduszu majątkowego mogą być mniej efektywne i doświadczać z tego tytułu spadku swojej wartości. Wykorzystanie kapitału alokowanego na rynkach zagranicznych do osiągnięcia określonych celów społecznych i ekonomicznych, np. w postaci rozwoju gospodarczego w kraju pochodzenia funduszu, przez wywarcie wpływu na określone decyzje spółki związane z lokalizacją przyszłych inwestycji może skutkować realizowaniem strategii zarządzania niespójnej z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Jednakże z drugiego punktu widzenia polityczne umocowanie inwestora może stanowić czynnik sprzyjający wejściu przedsiębiorstwa na nowe, dotychczas niedostępne rynki zbytu. W połączeniu z długim horyzontem inwestycyjnym funduszy, znacznie przekraczającym horyzont tradycyjnych inwestorów instytucjonalnych, który zmniejszając presję na krótkookresowe wyniki, a tym samym umożliwiając podejmowanie długookresowych projektów inwestycyjnych o relatywnie wyższej stopie zwrotu, stwarza to przesłanki do przypuszczeń, że udział państwowego funduszu majątkowego w przedsiębiorstwie może się wiązać z jego lepszymi wynikami finansowymi [Fernandes, 2014, s. 76].

Dotychczasowe badania dotyczące analizy działalności inwestycyjnej funduszy nie są jednoznacznie rozstrzygające jeśli chodzi o takie kwestie, jak kondycja finansowa spółki czy też jej zmiana po dokonaniu inwestycji. Wskazywane jest, że państwowe fundusze majątkowe dokonują wykupienia akcji i udziałów w spółkach znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej [Fotak i in., 2008, s. 1–47; Kotter, LeI, 2011, s. 360–381], aczkolwiek równolegle prezentowane są wyniki badań empirycznych dowodzące, że firmy będące obiektem inwestowania znajdują się w dobrej kondycji finansowej [Fernandes, 2009, s. 1–47], posiadają udokumentowaną rentowność i wykorzystują dźwignię finansową [Bortolotti i in., 2010, s. 1–51]. Dowodzone jest również, że w przypadku spółek z kraju pochodzenia funduszu, które są obiektem inwestycji, wskaźniki *C/Z* są na niższym poziomie niż w odniesieniu do zagranicznych spółek stanowiących cel inwestycyjny [Bernstein, Lerner, Schoar, 2013, s. 219–238]. W wyniku inwestycji fundusze stają się mniejszościowymi akcjonariuszami i udziałowcami [Fotak i in., 2008, s. 1–47], w których wydają się w większości przypadków pełnić rolę pasywnych inwestorów [Ghahramani, 2013, s. 58–69].

W badaniach empirycznych przedstawiane są dowody wskazujące na występowanie pozytywnej reakcji rynku na informacje o nabyciu akcji i udziałów spółki przez państwowy fundusz majątkowy. W krótkim okresie występuje istotna statystycznie ponadnormatywna stopa zwrotu, która jednak w długim okresie przeradza się w stopę ujemną [Bortolotti i in., 2009, s. 1–62], co może być podstawą do wnioskowania, że

inwestycja funduszu wiąże się z późniejszym spadkiem wyników finansowych spółki. Analizy przeprowadzone przez Anderloni i Vandone [2012, s. 1–23], których przedmiotem była kondycja finansowa banków w okresie przed, w trakcie i po ostatnim kryzysie finansowym, wskazują na brak różnic w rentowności aktywów i rentowności kapitału własnego pomiędzy bankami, w które zainwestowały państwowe fundusze a tymi, w których takowych inwestycji nie było. Podobny wniosek na temat braku wpływu wejścia funduszu do spółki a jej wynikami finansowymi w długim okresie formułują Kotter i Lele [2011, s. 360–381]. Przeciwny punkt widzenia prezentuje Fernandes [2014, s. 84], dowodząc w oparciu o uzyskane wyniki empiryczne, że spółki z akcjonariuszem w postaci państwowego funduszu majątkowego w krótkim okresie poprawiły swoje wyniki finansowe mierzone wskaźnikami ROA, ROE oraz EBITDA/aktywa, w porównaniu do spółek z grupy nieobjętej inwestowaniem.

Mniejszościowy charakter praw własności w połączeniu z pasywnym akcjonariatem oraz nierozstrzygniętą w literaturze kwestią kondycji finansowej spółki przed wejściem do niej państwowego funduszu majątkowego, jak również fakt, że część prezentowanych badań empirycznych obejmowała okres ostatniego kryzysu finansowego, skłaniają do postawienia dwóch hipotez badawczych. Hipoteza pierwsza (H1) zakłada niewystępowanie różnic pomiędzy dynamiką zmian rentowności kapitału własnego oraz rentowności aktywów pomiędzy spółkami z inwestorem w postaci państwowego funduszu majątkowego a spółkami nieobjętymi inwestycją ze strony funduszu. Hipoteza druga (H2) zakłada brak różnic w dynamice zmian rentowności kapitału własnego oraz aktywów w spółkach, które stały się obiektem inwestycji ze strony funduszu w okresie poprzedzającym inwestycje w porównaniu do okresu po inwestycji.

### 3. Metodologia badania

W badaniu analizie została poddana próba składająca się z 36 spółek notowanych na giełdzie w Sao Paulo, które zostały włączone w latach 2011–2012 do portfela inwestycyjnego norweskiego funduszu majątkowego *Government Pension Fund Global*. Wybór ten był podyktowany chęcią kontynuowania wcześniej zapoczątkowanych przez autora badań dotyczących zachowań inwestycyjnych analizowanego funduszu na tym rynku. Z uwagi na brak informacji o fakcie objęcia akcji spółki, dane dotyczące decyzji inwestycyjnych funduszu zostały pozyskane przez porównanie różnic w składzie portfela inwestycyjnego pomiędzy 2011 a 2010 r. oraz 2012 a 2011 r. Źródłem danych była strona internetowa funduszu [*Government Pension Fund Global*, 2015], na której są zamieszczone raporty roczne. W następnym kroku został zastosowany dobór warstwowy do próby. Jego celem było uzupełnienie próby badawczej o spółki giełdowe cechujące się możliwie największym podobieństwem do spółek z grupy pierwszej, z tą różnicą, że dobrane spółki nie stały się obiektami inwestycji przez fundusz w badanym okresie. Przy doborze kierowano się trzema kryteriami. Pierwszym z nich było podobieństwo sektorowe mierzone kodem NAICS,

drugim – wielkość spółki mierzona wskaźnikiem wartości księgowej, zaś trzecim i zarazem ostatnim – podobieństwo wskaźników rentowności w roku inwestycji. Efektem końcowym było wyłonienie próby badawczej składającej się łącznie z 72 spółek, z których jedna połowa posiadała inwestora w postaci norweskiego funduszu majątkowego, a druga takowego inwestora nie posiadała. Dla tak wyodrębnionych podmiotów badawczych pozyskano informacje na temat kształtowania się wskaźników rentowności aktywów (ROA) oraz rentowności kapitału własnego (ROE): a) w roku poprzedzającym nabycie akcji przez fundusz w spółkach (t-1), b) w roku dokonania inwestycji przez fundusz (t0) oraz c) w roku następnym po objęciu akcji przez fundusz. Informacje dotyczące wskaźników zostały pozyskane ze strony *Emerging Market Information Services*.

Badanie empiryczne, mające na celu weryfikację przyjętych na potrzeby artykułu hipotez badawczych, zostało oparte na testach statystycznych. Dla wskazanej próby dokonano porównania wielkości dynamiki wskaźnika rentowności aktywów oraz dynamiki wskaźnika rentowności kapitału własnego w okresie (t-1) a (t0) (zmienne: ALL\_ROE\_(t0) i ALL\_ROA\_(t0)) oraz pomiędzy okresem (t+1) a (t0) (zmienne: ALL\_ROE\_(t1) i ALL\_ROA\_(t1)), w podziale na podgrupę spółek z inwestorem (1) oraz bez inwestora w postaci funduszu majątkowego (0). Z uwagi na przyjęcie założenia o braku rozkładu normalnego analizowanych zmiennych, potwierdzone testem Shapiro-Wilka, w analizie zastosowano testy nieparametryczne: test U Manna-Whitneya oraz test Kołmogorowa-Smirnowa dla prób niezależnych. Następnie przedmiotem weryfikacji statystycznej z wykorzystaniem testu rang Wilcozona oraz testu znaków stały się dynamiki rentowności kapitału i aktywów w spółkach z inwestorem w postaci funduszu w okresie przed inwestycją (t-1) oraz po (t+1). Obliczenia zostały przeprowadzone z wykorzystaniem oprogramowania IBM SPSS Statistics.

#### 4. Wyniki empiryczne

Spoglądając w sposób kompleksowy na uzyskane wyniki empiryczne, należy wskazać, że istnieją przesłanki do wnioskowania o występowaniu różnic w dynamice zmian rentowności pomiędzy grupą spółek objętych inwestycją ze strony funduszu majątkowego a grupą spółek nieobjętych inwestowaniem oraz w dynamice zmian przed inwestycją i po inwestycji w podgrupie spółek z inwestorem w postaci państwowego funduszu majątkowego. Przemawia za tym spójność wyników uzyskanych z wykorzystaniem różnych testów statystycznych oraz istotność statystyczna większości z nich.

W oparciu o wyniki zaprezentowane w tab. 1 oraz tab. 2 należy stwierdzić, iż w przypadku obu testów, na poziomie istotności  $p=0,00$ , istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej zakładającej brak różnic w rozkładzie pomiędzy badanymi podgrupami spółek w przypadku zmiennej „dynamika rentowności aktywów” w okresie poprzedzającym inwestycję oraz w odniesieniu do zmiennej „dynamika rentowności kapitału własnego w okresie następującym po inwestycji”.

Tab. 1. Wyniki testu U Manna-Whitneya

|                                      | ALL_ROA_(t0) | ALL_ROE_(t0) | ALL_ROA_(t1) | ALL_ROE_(t1) |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| U Manna-Whitneya                     | 334,000      | 631,500      | 584,000      | 271,000      |
| Z                                    | -3,537       | -,186        | -,721        | -4,246       |
| Istotność asymptotyczna (dwustronna) | ,000         | ,853         | ,471         | ,000         |

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 2. Wyniki testu Kołmogorowa-Smirnowa

|                                      |                     | ALL_ROA_(t0) | ALL_ROE_(t0) | ALL_ROA_(t1) | ALL_ROE_(t1) |
|--------------------------------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Największe różnice                   | wartość bezwzględna | ,556         | ,139         | ,167         | ,583         |
|                                      | dodatnia            | ,556         | ,139         | ,167         | ,028         |
|                                      | ujemna              | -,028        | -,139        | -,056        | -,583        |
| Z Kołmogorowa-Smirnowa               |                     | 2,357        | ,589         | ,707         | 2,475        |
| Istotność asymptotyczna (dwustronna) |                     | ,000         | ,878         | ,699         | ,000         |

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 3. Wielkość rang w teście U Manna-Whitneya

| VAR_0_1      |   | N  | Średnia ranga | Suma rang |
|--------------|---|----|---------------|-----------|
| ALL_ROA_(t0) | 0 | 36 | 45,22         | 1628,00   |
|              | 1 | 36 | 27,78         | 1000,00   |
| ALL_ROE_(t0) | 0 | 36 | 36,96         | 1330,50   |
|              | 1 | 36 | 36,04         | 1297,50   |
| ALL_ROA_(t1) | 0 | 36 | 38,28         | 1378,00   |
|              | 1 | 36 | 34,72         | 1250,00   |
| ALL_ROE_(t1) | 0 | 36 | 26,03         | 937,00    |
|              | 1 | 36 | 46,97         | 1691,00   |

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto analiza rang (tab. 3) wydaje się być argumentem uprawniającym do wskazania, że w omawianych wyżej przypadkach dynamika zmian wypada na korzyść spółek z państwowym funduszem majątkowym jako inwestorem. Może to oznaczać, że wejściu kapitałowemu funduszu towarzyszy zwiększona dynamika rentowności kapitału własnego w kolejnym roku, w porównaniu do dynamiki w grupie kontrolnej. Uzyskane wyniki stanowią przesłankę do takiego wniosku.

Tab. 4. Wyniki testu znaków oraz testu znaków rangowanych Wilcoxon dla podgrupy spółek z inwestorem

| Test znaków                          | DZ_T_ROA_(t1) - DZ_T_ROA_(t0) | DZ_T_ROE_(t1) - DZ_T_ROE_(t0) |
|--------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Z                                    | -1,014                        | -3,719                        |
| Istotność asymptotyczna (dwustronna) | ,310                          | ,000                          |
| Test znaków rangowanych Wilcoxon     | DZ_T_ROA_(t1) - DZ_T_ROA_(t0) | DZ_T_ROE_(t1) - DZ_T_ROE_(t0) |
| Z                                    | -1,523                        | -4,046                        |
| Istotność asymptotyczna (dwustronna) | ,128                          | ,000                          |

Źródło: opracowanie własne.

Jeśli chodzi o wyniki odnoszące się do drugiej części badania, to na poziomie istotności  $p=0,00$  istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej zakładającej równość mediany różnic obrazujących dynamikę zmian rentowności kapitału własnego w okresie przed inwestycją ( $t_0$ ) i zmian po inwestycji ( $t+1$ ) (tab. 4). Ponadto wyniki zaprezentowane w tab. 5 mogą stanowić podstawę do wnioskowania, że w odniesieniu do wskaźnika ROE dodatnie różnice w dynamice wskaźnika mają miejsce w okresie po objęciu przez fundusz akcji spółki. Choć uzyskane wyniki nie dają podstaw do wnioskowania na temat występowania zależności pomiędzy inwestycją a zmianą rentowności kapitału własnego spółki, to jednak mogą stanowić przesłankę do domniemania, iż pomiędzy zmiennymi zachodzi interakcja, przy świadomości możliwości oddziaływania również innych potencjalnych czynników.

Tab. 5. Zestawienie częstości i rang dla testu znaków rangowanych Wilcoxon

|                               |                | N               | Średnia ranga | Suma rang |
|-------------------------------|----------------|-----------------|---------------|-----------|
| DZ_T_ROA_(t1) - DZ_T_ROA_(t0) | Ujemne rangi   | 21 <sup>a</sup> | 19,43         | 408,00    |
|                               | Dodatnie rangi | 14 <sup>b</sup> | 15,86         | 222,00    |
|                               | Wiązania       | 1 <sup>c</sup>  |               |           |
|                               | Ogółem         | 36              |               |           |
| DZ_T_ROE_(t1) - DZ_T_ROE_(t0) | Ujemne rangi   | 6 <sup>d</sup>  | 11,33         | 68,00     |
|                               | Dodatnie rangi | 29 <sup>e</sup> | 19,38         | 562,00    |
|                               | Wiązania       | 1 <sup>f</sup>  |               |           |
|                               | Ogółem         | 36              |               |           |

<sup>a</sup> –  $DZ\_T\_ROA\_ (t1) < DZ\_T\_ROA\_ (t0)$ ; <sup>b</sup> –  $DZ\_T\_ROA\_ (t1) > DZ\_T\_ROA\_ (t0)$ ; <sup>c</sup> –  $DZ\_T\_ROA\_ (t1) = DZ\_T\_ROA\_ (t0)$ ; <sup>d</sup> –  $DZ\_T\_ROE\_ (t1) < DZ\_T\_ROE\_ (t0)$ ; <sup>e</sup> –  $DZ\_T\_ROE\_ (t1) > DZ\_T\_ROE\_ (t0)$ ; <sup>f</sup> –  $DZ\_T\_ROE\_ (t1) = DZ\_T\_ROE\_ (t0)$

Źródło: opracowanie własne.

Pomimo że niniejsze badanie wydaje się wносить pewną wartość dodaną do debaty na temat relacji pomiędzy zaangażowaniem kapitałowym państwowego funduszu majątkowego w spółkę giełdową a jej wynikami finansowymi, to jednak należy mieć świadomość ograniczeń, które mogły zdeterminować ostateczne wnioski i wobec tego do uzyskanych wyników należy podchodzić z pewną dozą ostrożności. Po pierwsze, badanie obejmuje tylko jeden rynek giełdowy, wąską grupę spółek oraz zawężony horyzont badawczy. Po drugie, na ostateczne rezultaty badania mógł mieć wpływ warstwowy dobór spółek. I wreszcie po trzecie, norweski fundusz majątkowy jest jednym z licznych tego typu podmiotów zajmujących się zarządzaniem majątku państwowego, a grupę tę cechuje heterogeniczność. Wskazane argumenty przesądza- ją, iż uzyskane wyniki nie mogą stanowić podstawy do stosowania uogólnień na całą grupę tych inwestorów instytucjonalnych czy też w odniesieniu do innych rynków giełdowych. Niemniej przeprowadzone w niniejszym artykule analizy wpisują się w światowy nurt badań nad finansowymi aspektami działalności tych innowacyjnych wehikułów inwestycyjnych i można je uznać za zgodne z wynikami badań Fernan- desa [2014]. Bezsprzeczna wydaje się natomiast konieczność prowadzenia dalszych pogłębionych badań w tym obszarze. Jest to zasadne z uwagi na brak jednoznacz-

nie rozstrzygających wyników badań światowych. Jednym z kierunków, w którym powinny zmierzać kolejne badania, mogłaby być kwestia kanałów oddziaływania inwestora w postaci państwowego funduszu majątkowego na strategię oraz działalność operacyjną spółki, w której jest inwestorem.

### Zakończenie

W artykule podjęto próbę weryfikacji hipotez o braku różnic w dynamice zmian rentowności kapitału własnego i rentowności aktywów w spółkach z funduszem majątkowym jako inwestorem w relacji do spółek bez takowego inwestora oraz o braku różnic w dynamice zmian rentowności kapitału własnego i rentowności aktywów w spółkach z funduszem majątkowym jako inwestorem po inwestycji w relacji do zmian przed inwestycją. Uzyskane wyniki empiryczne, będące efektem badań własnych autora, wydają się wskazywać na występowanie istotnych statystycznie różnic. Skłania to do podjęcia prób wskazania zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi, co będzie obiektem badań w kolejnych opracowaniach. Ponadto zasadna wydaje się analiza narzędzi oddziaływania państwowego funduszu majątkowego na działalność spółki i w konsekwencji na jej wyniki finansowe, w tym zwłaszcza na wartość spółki.

### Bibliografia

- Ajina A., Lakhal F., Sougné D., *Institutional Investors, Information Asymmetry and Stock Market Liquidity in France*, "International Journal of Managerial Finance" 2015, Vol. 11, Issue 1.
- Anderloni, L., Vandone, D., *Sovereign Wealth Fund Investments in the Banking Industry*, "Universita Degli Studi di Milano Working Paper" 2012, No. 24.
- Aras G., Müslümov A., *Institutional Investors and Stock Market Development: a Causality Study*, "ISE Review" 2005, Vol. 29.
- BarclayHedge, *Alternative Investment Databases*, [www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF\\_Money\\_Under\\_Management.html](http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF_Money_Under_Management.html) [data dostępu: 31.01.2015].
- Bernstein S., Lerner J., Schoar A., *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, "The Journal of Economic Perspectives" 2013, Vol. 27, No. 2.
- Bohl M.T., Brzeszczyński J., *Do Institutional Investor Destabilize Stock Prices? Evidence from an Emerging Market*, Centre for Economic Reform and Transformation, Discussion Paper No. 1, 2005.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W.F., *Quiet Leviathans: Sovereign Wealth fund Investment, Passivity, and the Value of the Firm*, University of Oklahoma and Sovereign Investment Lab, 2010 (unpublished working paper).
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W.F., *Sovereign Wealth Funds Investment Patterns and Performance*, "FEEM Working Paper" 2009, No. 22.
- Çelik S., Isaksson M., *Institutional Investors and Ownership Engagement*, "OECD Journal: Financial Market Trends" 2014, Vol. 2013, No. 2.
- Chang L.-L., Hsiao F.D., Tsai Y.-Ch., *Earnings, Institutional Investors, Tax Avoidance and Firm Value: Evidence from Taiwan*, "Journal of International Accounting Auditing and Taxation" 2013, Vol. 22.

- Choe H., Kho B.-Ch., Stulz R.M., *Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997*, "Journal of Financial Economics" 1999, Vol. 54, No. 2.
- Della Croce R., Stewart F., Yermo J., *Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies*, "OECD Journal: Financial Market Trends" 2011, Vol. 1.
- Emerging Market Information Services*, <http://site.securities.com/php/companies/quick-screener/screener?&frommenu=1> [data dostępu: 20.02.2015].
- Ferreira M.A., Matos P., *The Colors of Investors' Money: the Role of Institutional Investors Around the World*, "Journal of Financial Economics" 2008, Vol. 88.
- Fernandes N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World*, "Working Paper, IMD International" 2009, No. 1.
- Fernandes N., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance*, "Journal of Applied Corporate Finance" 2014, Vol. 26, No. 1.
- Fotak V., Bortolotti B., Megginson W., Miracky W., *The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies*, University of Oklahoma and Università di Torino, 2008 (unpublished working paper).
- Frenkel M., Menkhoff L., *Are Foreign Institutional Investors Good for Emerging Markets?*, "Discussion Paper" 2003, No. 283.
- Ghahramani S., *Sovereign Wealth Funds and Shareholder Activism: Applying the Ryan-Schneider Antecedents to Determine Policy Implications*, "Corporate Governance" 2013, Vol. 13, No.1.
- Government Pension Fund Global*, [www.nbim.no/en/investments](http://www.nbim.no/en/investments) [data dostępu: 12.02.2015].
- Kaminsky G., Richard K., Lyons R.K., Schmukler S.L., *Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets*, "Journal of International Economics" 2004, Vol. 64.
- Kotter J., Lel U., *Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and Their Consequences*, "Journal of Financial Economics" 2011, No. 101.
- Manconi A., Massa M., Yasuda A., *The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007–2008*, "Journal of Financial Economics" 2012, Vol. 104, No. 3.
- Mizuno M., *Institutional Investors, Corporate Governance and Firm Performance in Japan*, "Pacific Economic Review" 2010, Vol. 5, No. 5.
- Mukherjee P., Roy M., *The Nature and Determinants of Investments by Institutional Investors In the Indian Stock Market*, "Journal of Emerging Market Finance" 2011, Vol. 10, No. 3.
- Preqin, 2015, [www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin-Private-Equity-Spotlight-January-2015.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin-Private-Equity-Spotlight-January-2015.pdf) [data dostępu: 31.01.2015].
- Sovereign Wealth Funds Institute*, [www.swfinstitute.org/fund-rankings](http://www.swfinstitute.org/fund-rankings) [data dostępu: 31.01.2015].
- Transparency of Institutional Investors: European Parliament Resolution of 23 September 2008 with Recommendations to the Commission on Transparency of Institutional Investors*, European Parliament, Brussels 2010.
- Urban D., *Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2012a, nr 271.
- Urban D., *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse” 2012b, nr 4(2).
- Urban D., *W poszukiwaniu finansowych motywów funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych i dowodów empirycznych na rynkową orientację tej grupy inwestorów*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 802.

### **The Brake or the Turbocharger? Sovereign Wealth Funds as a Factor Determining Dynamic Changes of Profitability of Capital and Assets in the Listed Company**

This article aimed at verifying the existence of differences in changes of ROA and ROE in companies listed on the Bovespa with Sovereign Wealth Fund as an investor with comparison to changes in companies without such investor. It also examines the difference in profitability measures in companies before SWFs investing and after. The author employs the U Mann-Whitney test, Kolmogorow-Smirnow test, Wilcoxon signed-rang test and sings test. The empirical findings of the research suggest that in the year following investment there are statistically significant differences in return on equity within the group of targeted companies compared to non-targeted. They also suggest that within the targeted firms the changes of ROE in the year following the investment are greater than those before investing.

### **Hamulec czy dopalacz? Państwowy fundusz majątkowy w roli czynnika dynamizującego zmiany rentowności kapitału i aktywów w spółce giełdowej**

Celem artykułu była analiza różnic w dynamice zmian ROA i ROE w spółkach notowanych na giełdzie Bovespa posiadających akcjonariusza w postaci państwowego funduszu majątkowego w porównaniu do zmian dynamiki tych wskaźników w spółkach bez inwestora w postaci funduszu. Ponadto celem było zbadanie zmian wskaźników rentowności w spółkach przed inwestycją funduszu i po inwestycji. W pracy wykorzystano testy U Manna-Whitneya, Kołmogorowa-Smirnowa, znaków rangowanych Wilcoxoną oraz test znaków. Uzyskane wyniki empiryczne wskazują na występowanie istotnych statystycznie różnic w zmianach ROE w grupie spółek z akcjonariuszem w postaci funduszu w porównaniu do zmian w grupie spółek bez funduszu. Ponadto wyniki dowodzą, że w grupie spółek z funduszem zmiany ROE w roku po inwestycji są większe niż zmiany w roku przed inwestycją.